



ANFÖRANDE

DATUM: 2007-10-03
TALARE: Vice riksbankschef Barbro Wickman-Parak
PLATS: Statistiska centralbyrån

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Riksbanken och penningpolitiken – perspektiv på ränteprognoser

Tack för inbjudan till det här seminariet. Konjunkturbedömning har ju länge varit mitt specialområde och det spelar självfallet en viktig roll också i mitt jobb på Riksbanken. Men som ni vet innebär Riksbankens kommunikationspolicy att vi normalt sett inte ger några signaler om hur vi kommer att ställa oss till förändringar av styrräntan vid nästa möte. Det begränsar möjligheten för mig att aktivt delta i en diskussion om den senaste tidens statistikskörd som ju är temat för detta möte. Så den syn på konjunkturläget som jag i korta ordalag tänker presentera idag gäller min bedömning vid tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september. Istället tänker jag ta tillfället i akt att säga några ord om erfarenheterna så här långt av att Riksbanken publicerar en egen prognos för reporäntan. Vilka lärdomar kan vi dra?

Det penningpolitiska beslutet den 6 september

I september beslutade vi i direktionen att höja reporäntan från 3,50 till 3,75 procent. Jag ställde mig bakom både höjningen av räntan och bedömningen att reporäntan borde höjas framöver i ungefär den takt vi presenterade i juni. Mina motiv bakom beslutet framgår mer utförligt av mötesprotokollet så jag ska fatta mig kort på den här punkten.

Den statistik som kommit in om utvecklingen i Sverige under det andra kvartalet visade på ett något stramare arbetsmarknadsläge än vad vi trodde i juni och arbetslösheten var lite lägre än vad vi då förespådde (diagram 1). Anställningsplanerna i Konjunkturbarometern för juli månad pekade också på att sysselsättningen skulle fortsätta stiga under tredje kvartalet.

Samtidigt hade bristtalen i näringslivet fortsatt att öka (diagram 2). Jag upprepa- de därför min syn från i juni, nämligen att företagen kan tvingas att öka sina ersättningar för att få tag på kvalificerad arbetskraft. Det kan driva på löneökningarna. Gör företagen istället avkall på kvalifikationerna kan det gå ut över produktivitetstillväxten som då riskerar att bli svagare än den utveckling vi sett framför oss. I båda fallen stegas kostnads- och inflationstrycket.

■ Enligt de preliminära nationalräkenskaperna som publicerades i augusti utvecklades produktiviteten under andra kvartalet betydligt svagare än vad vi förutsåg i juni (diagram 3). Men även om det fanns skäl att tro att det skulle bli kortvarigt så råder det ändå en stor osäkerhet om hur produktiviteten kommer att utvecklas framöver.

Och inflationen då, vad hade hänt med den? Den hade bara blivit något högre jämfört med prognosen i juni (diagram 4). Företagens kostnader hade däremot ökat snabbare än väntat (diagram 5). Vi såg också att råvarupriserna hade stigit liksom priserna på livsmedel (diagram 6). Barometerdata från Konjunkturinstitutet talade dessutom för att livsmedelspriserna skulle fortsätta att stiga. Inflationförväntningarna, som normalt sett fluktuerar ganska mycket, hade också haft en svag trendmässig ökning sedan sommaren 2005 och låg för hushållen på ca 2,5 procent i augusti enligt Konjunkturinstitutets enkät (diagram 7).

Även bostadspriserna hade fortsatt att stiga under sommaren medan hushållens upplåning hade fortsatt att öka i ungefär samma takt som under första kvartalet.

Sammanfattningsvis fanns det enligt min syn starka inhemska skäl för att höja reporäntan till 3,75 procent i september. Det skulle i och för sig också ha kunnat motivera en något högre prognos för reporäntan. Men en motverkande effekt var utvecklingen i USA och oron på de finansiella marknaderna. Därför blev min slutsats att reporänteprognosen från juni ganska väl avspeglade den mest troliga banan för reporäntan de närmaste åren. Skulle det visa sig att den amerikanska ekonomin hamnade i en djup svacka med starka spridningseffekter som följd skulle Riksbanken få skäl att ompröva sin syn.

Fördelar med egen ränteprognos

Det här leder mig över till våra erfarenheter så här långt av att Riksbanken publicerar en egen prognos för reporäntan. Sedan inflationsmålet infördes har Riksbanken på olika sätt försökt att bli alltmer öppen och tydlig med hur penningpolitiken bedrivs. Mer och mer av beslutsunderlagen har publicerats, inte minst prognoserna för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. Jag tycker att beslutet att publicera en prognos för reporäntan var en naturlig fortsättning på den processen.

Man bör också ha i minnet att Riksbanken under alla omständigheter måste göra ett antagande om räntan som grund för prognoserna för tillväxt och inflation. Till att börja med användes oförändrad styrränta i prognosen. Den metoden hade fördelen att det var pedagogiskt enkelt att förklara att räntan behövde höjas eller sänkas men innebar samtidigt en orealistisk prognos. Räntan är normalt sett inte oförändrad under en prognosperiod på ett par år.

Därefter gick Riksbanken över till att använda implicita terminsräntor som bas för prognosen. Ett problem är att dessa räntor inte entydigt avspeglar förväntningar på reporäntan eftersom de också innehåller riskpremier som kan variera över tiden. Nu gjordes justeringar för det men att använda terminsräntor innebär också problem av annat slag. Om marknadsaktörernas förväntningar avviker från Riksbankens syn är det problematiskt att trots det lägga terminsräntorna som bas för prognosen. Att använda en egen prognos är betydligt mer transparent och rättframt.

I februari genomförde Riksbanken en nyordning som innebär att vi publicerar en prognos för reporäntan tillsammans med en sannolikhetsfördelning. Tidigare har

■ räntebanan bara publicerats i samband med de penningpolitiska rapporterna tre gånger per år. Men i september fattade direktionen beslut om att räntebanan och prognoser för vissa nyckelvariabler ska publiceras också vid de penningpolitiska möten som inte åtföljs av en penningpolitisk rapport.

Det finns flera fördelar med att Riksbanken publicerar en egen ränteprognos. Vi kan då tydligare förklara för allmänheten och marknadsaktörerna hur vi ser på den framtida ränteutvecklingen, vilket gör det lättare att utvärdera penningpolitiken. En tydligare kommunikation borde också medföra att penningpolitiken blir mer effektiv. Via påverkan på ränteförväntningarna kan Riksbanken i högre grad påverka räntebildningen i ekonomin.

En annan fördel med en egen ränteprognos är att det blir enklare att förklara hur vi ser på drivkrafterna bakom den ekonomiska utvecklingen och på penningpolitikens mål och effekter. Det borde samtidigt bidra till att de analyser och diskussioner om penningpolitiken som förs både inom och utanför Riksbanken får ett större djup.

Fram till februari i år, då jag själv fortfarande arbetade som analytiker, försökte jag i likhet med många andra tolka Riksbankens kommunikation och vad den kunde innebära för ränteutvecklingen framöver. Kombinationen av att Riksbanken nu publicerar en egen ränteprognos och samtidigt fortsätter att redovisa hur man tänker har potential att förändra diskussionen utanför banken. Den skulle i större utsträckning kunna handla om hur ny information bör påverka förväntningarna om räntans utveckling än vilka exakta formuleringar som används i till exempel tal och pressmeddelanden.

Ränteprognoser är per definition alltid osäkra

Låt mig ta upp några saker som är viktiga att hela tiden ha i bakhuvudet då man ska förhålla sig till prognoser för reporäntan.

För det första, den räntebana vi presenterar är en prognos och prognoser är som bekant förknippade med osäkerhet. För att belysa det publicerar Riksbanken osäkerhetsintervall, så kallade trattar, kring ränteprognoserna och även inflations- och BNP-prognoserna (diagram 8). Osäkerhetsintervallen ökar som ni ser markant med tidshorisontens längd. Sannolikheten att det ska uppstå oväntade störningar i ekonomin som gör att den faktiska utvecklingen avviker från den förväntade ökar helt enkelt med prognoshorisontens längd.

Det är med andra ord inte lätt att göra pricksäkra prognoser över räntans utveckling på längre sikt. Ett sätt att illustrera det är att se hur de implicita terminsräntorna har förändrats över tiden. Diagrammet (diagram 9) visar implicita terminsräntor mätta på kvartalsfrekvens. Förväntningarna på reporäntans utveckling mätta på detta sätt har varierat kraftigt över tiden. Under de år då räntan successivt har sänkts har förväntningarna enligt implicita terminsräntor kraftigt överskattat reporäntans nivå. Efter att räntan började höjas för ett och ett halvt år sedan har det snarare funnits en tendens att utvecklingen av reporäntan underskattats något.

Eftersom ekonomin hela tiden utsätts för oväntade störningar är det självfallet inte konstigt att prognosmakare reviderar sina bedömningar. Det gäller för storbankerna, för Konjunkturinstitutet, för finansdepartementet och även för oss på Riksbanken och våra ränteprognoser. Den stora osäkerheten gör att vi prognos-

■ makare bör vara väldigt ödmjuka då vi uttalar oss om framtiden, men det bör inte avhålla oss från att säga hur vi tror att framtiden kommer att bli.

För det andra, det är svårt att avgöra vad som är en normal nivå på räntan på några års sikt, alltså den räntenivå som råder i ett normalt konjunkturläge. Som vi ser i diagrammet har banorna för terminsräntorna blivit allt flackare och synen på vad som är en normal nivå på reporäntan har trendmässigt reviderats ned över tiden (diagram 9). Riksbanken har angett att en normal nivå för reporäntan antagligen ligger någonstans i intervallet 3,5 till 5 procent. Men erfarenheterna visar att reporäntan kan ligga utanför även detta ganska breda intervall under långa perioder.

Livliga diskussioner efter publiceringar av räntebanan

Det har blivit livliga diskussioner efter båda tillfällena då Riksbanken publicerat en räntebana. Det är i sig bra att våra prognoser och bedömningar diskuteras. Att Riksbanken ger sin egen syn på räntan över ett längre tidsspann uppmuntrar till det - ju längre tidsperspektiv desto större är utrymmet för disparata bedömningar. Men den diskussion som har varit har inte haft en sådan inriktning utan har snarare handlat om att marknadsaktörerna överraskats av Riksbanken.

Det är givetvis inte en önskvärd effekt. Riksbanken har ju som mål att också vara förutsägbar och utifrån den aspekten har erfarenheterna av att publicera en egen ränteprognois så här långt inte enbart varit positiva. Min syn är att vi är i början av en gemensam läroprocess. Det är ovant för Riksbanken att kommunicera en egen räntebana och det är ovant för marknadsaktörerna att förhålla sig till den. Det är något som båda parter kommer att bli bättre på allteftersom vår erfarenhet på området växer. Vi kan också dra vissa paralleller till när Riksbanken började publicera sin inflationsprognos. När prognosen ändrades gav det tidvis upphov till debatt. Men efter en tid tog alla till sig att inflationsbanan revideras och så kommer det nog också att bli med räntebanan.

Var justeringen av räntebanan i juni extrem?

Jag tänker här i första hand fokusera på reaktionerna på de finansiella marknaderna efter det penningpolitiska mötet i juni. Som ni kommer ihåg presenterade Riksbanken vid det tillfället en ny prognos för reporäntan. Prognosen var i genomsnitt 50 punkter över den tidigare prognosen som vi publicerade i vår februarirapport. Vi fick då kritik för att vår revidering av prognosen för reporäntan var större än vad man normalt har anledning att räkna med på så kort tid.

En observation är att revideringen visserligen var stor men den var inte på något sätt extrem. Om man analyserar hur de implicita terminsräntorna revideras så ser man att sannolikheten för att dessa ska revideras i större utsträckning än Riksbankens revidering av reporänteprognoisen mellan februari- och junirapporterna är ca 20-25 procent. Var fjärde till var femte gång revideras alltså marknadsförväntningarna mer än Riksbankens revidering i juni.

Vad hade marknadsaktörerna väntat sig?

En annan fråga är hur marknadsaktörernas förväntningar om ränteutvecklingen förändrades efter att vi publicerat vår prognos i juni.

■ Diagrammet (diagram 10) visar de förväntningar på penningpolitiken som kan utläsas ur de implicita terminsräntorna. Dagen innan beslutet indikerade de implicita terminsräntorna att marknadsaktörerna prissatte en nivå på reporäntan på 4,0 procent under första kvartalet 2008, det vill säga ungefär i linje med det huvudscenari som Riksbanken sedan publicerade. På längre sikt skiljde sig Riksbankens huvudscenari och de implicita terminsräntorna åt. Från ungefär mitten av 2008 och framåt låg de implicita terminsräntorna över den nya räntebana som Riksbanken publicerade. De marknadsbrev som affärsbankerna skickade ut till sina kunder ger en liknande bild. Man kan därmed inte säga att Riksbankens prognos i juni överlag innehöll avvikande stora räntehöjningar.

Varför blev marknadsreaktionerna så starka?

Både marknadsbrev och prissättningen på marknaden indikerade alltså att analytikerna om något räknade med högre reporänta på längre sikt än den prognos som Riksbanken sedan publicerade. Trots detta steg avkastningskurvan för de implicita terminsräntorna med ca 15 räntepunkter över hela tidsperioden efter räntebeskedet den 20 juni (se diagram 10).

Hur kommer det sig att marknadsreaktionerna blev så pass starka? För det första så steg internationella räntor den dagen, vilket sannolikt förstärkte ränteuppgången i Sverige. För det andra finns det många tecken på att marknadsaktörerna hade förväntat sig att Riksbanken skulle publicera en räntebana som var lägre än den bana som Riksbanken *de facto* publicerade. Så trots att marknadsanalytikernas egna ränteförväntningar var i linje med Riksbankens publicerade räntebana för det närmaste halvåret och högre längre fram i tiden överraskades de av Riksbankens uppjustering av räntebanan.

Man kan fråga sig varför marknadsaktörernas förväntningar om Riksbankens räntebana skiljde sig från deras egna prognoser för reporäntan. En tolkning är att de trodde sig ha vägt samman informationen om inflationstrycket i ekonomin annorlunda än Riksbanken. Det är inget anmärkningsvärt i sig. Konjunkturbedömning är ingen exakt vetenskap och olika prognosmakare kan mycket väl dra olika slutsatser om det underliggande inflationstrycket i ekonomin. Men det som förvånar mig, om det här är den rätta tolkningen, är att marknaden ändå reagerade så kraftigt på den bedömning som vi gjorde i juni.

En annan tolkning kan vara att en del analytiker trodde att Riksbankens bedömning av inflationsutsikterna och av ränteutvecklingen visserligen inte skiljde sig i så stor utsträckning från deras egna bedömningar men att Riksbanken av prestigskäl inte ville revidera ränteprognosen från februari så pass mycket. Om detta var en del av förklaringen har jag svårt att uttala mig om, men jag tror och hoppas att det inte var det. Vi i direktionen har alltid varit noga med att poängtera att den räntebana vi publicerar är en prognos och liksom övriga prognoser omprövas den vid varje beslutstillfälle. Om vår analys av produktions- och inflationsutsikterna visar att vår reporäntebana behöver revideras på ett visst sätt för att penningpolitiken ska bli väl avvägd så gör vi det.

Vilka lärdomar kan vi dra?

Än så länge är erfarenheten av den nya ordningen begränsade och det är svårt att dra några långtgående slutsatser. Men kanske kan vi redan nu dra vissa lärdomar inför framtiden. Till att börja med är det viktigt att notera att det förutom

■ skillnaderna mellan olika marknadsaktörers förväntningar också kan finnas skillnader mellan marknadsaktörernas egna prognoser för reporäntan och deras prognoser för den räntebana som Riksbanken kommer att publicera. Det kommer att vara viktigt för oss att analysera vad dessa skillnader beror på och hur man ska tolka dem för att kunna förutse reaktionerna vid olika räntebeslut. Det är också viktigt att vi hela tiden arbetar med att bli tydligare i vår kommunikation för att undvika att den tolkas på ett sätt som inte är avsett. Beslutet att börja publicera ränteprognoser i samband med varje penningpolitiskt möte ska ses i det ljuset.

Det finns en del som talar för att vissa marknadsanalytiker under våren tolkade ett par tal av direktionsledamöter på ett sätt som inte var menat. Man verkar ha dragit slutsatsen att räntebanan skulle komma att revideras upp i mindre utsträckning än vad man tidigare räknat med. Att det blev på detta sätt kan vara en kombination av otydlig kommunikation från vår sida och en vilja hos en del marknadsaktörer att läsa in för mycket i det som faktiskt sades. Ju mer vår nya policy, att inte signalera mellan de penningpolitiska mötena, sätter sig desto bättre kommer kommunikationen att fungera. Vi i direktionen bedömer givetvis nyinkommen information kontinuerligt och har momentant våra uppfattningar om vart det lutar. Alla som gör prognoser vet att ens uppfattning om hur det kommer att se ut framöver varierar över tiden. Men en dag måste man sätta ner foten. Det är kanske främst resultatet av denna ibland kringelkrokiga process som är det intressanta, även om resan dit också har ett visst informationsvärde. För oss i direktionen är varje penningpolitiskt möte slutpunkten på en sådan process och det är först då vi gör vår samlade bedömning.

Tack för att ni velat lyssna!